

redakcja naukowa

Elżbieta
Wrońska-Bukalska

WYZWANIA STRATEGICZNE W ZARZĄDZANIU FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTWA



WYZWANIA
STRATEGICZNE
W ZARZĄDZANIU
FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTWA

redakcja naukowa

Elżbieta
Wrońska-Bukalska

WYZWANIA STRATEGICZNE W ZARZĄDZANIU FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTWA

Difin

Copyright © by Difin SA
Warszawa 2013

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej pracy bez zgody wydawcy zabronione.

Książka ta jest dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, abyś przestrzegał praw, jakie im przysługują. Jej zawartość możesz udostępnić nieodpłatnie osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz jej fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A kopiując jej część, rób to jedynie na użytek osobisty. Szanujmy cudzą własność i prawo.

Recenzent:
dr Anna Wawryszuk-Misztal

Redaktor prowadząca:
Iwona Kuc

Korekta:
Anna Krasucka

Projekt okładki:
Mikołaj Miodowski

ISBN 978-83-7930-087-7

Difin SA
Warszawa 2013
00-768 Warszawa, ul. F. Kostrzewskiego 1
tel. 22 851 45 61, 22 851 45 62, fax 22 841 98 91
Księgarnie internetowe Difin:
www.ksiegarnia.difin.pl, www.ksiegarniasgh.pl
Skład i łamanie: Edit sp. z o.o. www.edit.net.pl
Wydrukowano w Polsce

Spis treści

Wstęp	11
-------	----

Część A

Finansowe aspekty decyzji strategicznych w zarządzaniu przedsiębiorstwem	15
--	----

Rozdział I

Strategie finansowe przedsiębiorstw	17
-------------------------------------	----

Małgorzata Dyl

1. Zarządzanie finansami przedsiębiorstw we współczesnych warunkach rynkowych	17
1.1. Wpływ podejmowanych w przedsiębiorstwie decyzji na proces zarządzania finansami	17
1.2. Cel finansowy przedsiębiorstwa	20
1.3. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa	23
1.4. Częstkowe cele finansowe przedsiębiorstw	25
2. Miejsce i rola strategii finansowych w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstw	30
2.1. Zasady opracowywania strategii finansowej i jej wpływ na realizację celów przedsiębiorstwa	30
2.2. Zarządzanie aktywami trwałymi w przedsiębiorstwie	34
2.3. Strategie inwestowania w aktywa bieżące	37
2.4. Strategie kapitału obrotowego netto	39
3. Istota i rodzaje finansowania przedsiębiorstw	43
3.1. Źródła finansowania działalności przedsiębiorstw	43
3.2. Strategie finansowania przedsiębiorstw	47
3.3. Struktura kapitału w przedsiębiorstwie	50
Podsumowanie	54
Bibliografia	56

Rozdział II**Strategie zarządzania obciążeniami podatkowymi** 58

Agnieszka Rogalska

1. Istota i cele strategii zarządzania obciążeniami podatkowymi	58
2. Rodzaje strategii podatkowych	62
3. Prezentacja strategii podatkowej stosowanej w firmie X – studium przypadku	72
4. Strategia podatkowa zastosowana przez firmę Y – studium przypadku	76
5. Podatek VAT	79
Podsumowanie	85
Bibliografia	86

Rozdział III**Restrukturyzacja przedsiębiorstwa** 87

Łukasz Wiszniewski

1. Przesłanki i istota restrukturyzacji	87
2. Klasyfikacja restrukturyzacji	89
3. Narzędzia restrukturyzacji	89
4. Przebieg procesu restrukturyzacyjnego	91
4.1. Analiza otoczenia przedsiębiorstwa	92
4.2. Analiza zasobów przedsiębiorstwa	93
4.3. Ocena pozycji strategicznej przedsiębiorstwa	94
4.4. Program restrukturyzacji przedsiębiorstwa a jego strategia	94
4.5. Realizacja procesu restrukturyzacji i jego kontrola	95
5. Restrukturyzacja finansowa	96
5.1. Techniki restrukturyzacji finansowej	97
5.2. Formy restrukturyzacji finansowej	98
6. Restrukturyzacja operacyjna	99
7. Restrukturyzacja zakresu działania	100
8. Restrukturyzacja poprzez podział	100
9. Charakterystyka procesu restrukturyzacji wybranego przedsiębiorstwa – studium przypadku	101
9.1. Opis działalności Spółki w latach 1998–2003	101
9.2. Analiza finansowa Przedsiębiorstwa	103
9.3. Formy restrukturyzacji Spółki w latach 1998–2003	108
9.4. Funkcjonowanie Spółki w latach 2004–2010	111
9.5. Analiza finansowa Przedsiębiorstwa w latach 2004–2010	114
9.6. Formy restrukturyzacji Spółki w latach 2004–2010	118
Podsumowanie	121
Bibliografia	122

Część B

Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym 123

Rozdział IV

Miejsce przedsiębiorstwa na rynku finansowym 125

Ewa Myszak

1. Istota rynku kapitałowego 125
2. Powiązania pomiędzy rynkiem kapitałowym a przedsiębiorstwem 127
3. Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym 132
- Podsumowanie 149
- Bibliografia 150

Rozdział V

Czynniki fundamentalne ustalania ceny emisyjnej 151

Ewa Myszak

1. Ustalanie ceny emisyjnej akcji jako kluczowy element decydujący o powodzeniu pierwszej emisji akcji 151
2. Analiza fundamentalna jako sposób identyfikacji czynników determinujących cenę emisyjną 154
3. Czynniki fundamentalne związane z otoczeniem makroekonomicznym spółki 156
4. Czynniki fundamentalne powiązane z analizą sektorową spółki 158
5. Analiza sytuacyjna spółki jako etap identyfikacji czynników fundamentalnych 160
6. Analiza finansowa spółki jako podstawowy element jej analizy fundamentalnej 164
7. Wycena akcji 167
8. Rynkowe czynniki determinujące cenę emisyjną oraz psychologiczne determinanty wyceny 168
- Podsumowanie 172
- Bibliografia 173

Rozdział VI

Polityka dywidend spółek publicznych 175

Michał Janisz

1. Istota i rodzaje dywidend 175
2. Pomiar poziomu dywidend 177
3. Modele wypłat dywidend 179
4. Teorie polityki dywidend 182
5. Charakterystyka spółek z GPW wypłacających dywidendy 186
 - 5.1. Liczba spółek wypłacających dywidendę 186
 - 5.2. Wysokość wypłacanych dywidend przez spółki z GPW 190

5.3. Wypłacanie dywidend przez spółki z poszczególnych branż	192
5.4. Dywidendy spółek z udziałem Skarbu Państwa	200
5.5. Wpływ polityki dywidend na ceny akcji notowanych na GPW	202
5.5.1. Porównanie kursów spółek budowlanych wypłacających dywidendy na tle całej branży	205
5.5.2. Porównanie kursów spółek informatycznych wypłacających dywidendy na tle całej branży	206
5.5.3. Porównanie kursów banków wypłacających dywidendy na tle całej branży	208
5.5.4. Porównanie kursów spółek spożywczych wypłacających dywidendy na tle całej branży	209
Podsumowanie	210
Bibliografia	211

Część C

Rozwój przedsiębiorstwa poprzez fuzje i przejęcia	213
--	------------

Rozdział VII

Fuzje i przejęcia jako metody realizacji strategii rozwoju przedsiębiorstwa	215
--	------------

Justyna Borowska

1. Sposoby rozwoju przedsiębiorstwa	215
2. Istota oraz pojęcie fuzji i przejęcia	218
3. Klasyfikacja fuzji i przejęć	220
4. Motywy fuzji i przejęć	223
4.1. Motywy nabywcy	223
4.2. Motywy sprzedawcy	228
5. Sposoby finansowania procesów fuzji i przejęć	229
5.1. Finansowanie fuzji i przejęć za pomocą środków własnych oferenta	231
5.2. Finansowanie transakcji konsolidacji długiem	232
5.3. Instrumenty hybrydowe jako metoda finansowania fuzji oraz przejęć	234
6. Ryzyko związane z operacjami fuzji i przejęć.	236
7. Przykład fuzji – Polimex i Mostostal	237
7.1. Motywy przeprowadzenia fuzji	237
7.2. Przebieg transakcji połączenia	238
7.3. Ocena przeprowadzonej fuzji	239
7.4. Analiza kondycji finansowej	240
7.5. Ocena skutków połączenia	243

Podsumowanie	244
Bibliografia	245

Rozdział VIII

Badanie <i>due diligence</i> w procesie fuzji i przejęć	247
--	------------

Jolanta Pytel

1. Istota badania <i>due diligence</i>	247
2. Etapy przeprowadzania analizy <i>due diligence</i>	248
3. Strony uczestniczące w badaniu <i>due diligence</i>	250
4. Obszary analizowane w badaniu <i>due diligence</i>	252
4.1. <i>Due diligence</i> finansowe	253
4.2. <i>Due diligence</i> prawne	257
4.3. <i>Due diligence</i> operacyjno-zarządcze	259
4.4. <i>Due diligence</i> w obszarze zasobów ludzkich	260
4.5. Kwestia ochrony środowiska w badaniu <i>due diligence</i>	261
5. Analiza <i>due diligence</i> w praktyce – studium przypadku	262
Podsumowanie	277
Bibliografia	278

Rozdział IX

Ochrona konkurencji w procesie fuzji i przejęć	279
---	------------

Anna Bocian

1. Zagrożenia dla konkurencji w procesie fuzji i przejęć	279
2. Konieczność ingerencji państwa w działalność rynku	281
3. Przyczyny ingerencji państwa w proces fuzji i przejęć	282
4. Instytucje mające na celu ochronę konkurencji	282
4.1. Podstawowe informacje o Urzędzie Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz instytucjach europejskich	282
4.2. Zadania Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów	284
4.3. Praktyki ograniczające konkurencję	286
4.3.1. Porozumienia ograniczające konkurencję	287
4.3.2. Nadużywanie pozycji dominującej	287
4.3.3. Ograniczenia konkurencji w rozumieniu Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej	289
5. Akty prawne kontrolujące proces fuzji i przejęć	290
5.1. Koncentracja przedsiębiorstw w świetle ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów	290
5.2. Zgłoszenie zamiaru koncentracji	293
5.3. Kontrola koncentracji w prawie unijnym	294

6. Ochrona konkurencji w procesie fuzji i przejęć na przykładzie NFI Empik Media&Fashion SA oraz Merlin SA	296
Podsumowanie	303
Bibliografia	304

Wstęp

Finanse przedsiębiorstwa stanowią istotny aspekt jego funkcjonowania. Działalność przedsiębiorstwa prowadzi do powstawania produktów i usług. Następuje to w wyniku uruchamiania czynników produkcji w poszczególnych procesach. Każde przedsiębiorstwo składa się z dwóch obszarów, tj. z tego, co posiada – czyli zasobów (dobra materialne, zasoby finansowe, zasoby wiedzy, informacji, technologii) oraz z tego, co robi – czyli procesów. Proces to ciąg czynności zaprojektowanych i realizowanych w taki sposób, by w jego wyniku powstawał produkt (wyrób lub usługa). Realizacja procesów wiąże się z przepływami realnymi, finansowymi i informacyjnymi¹.

Na szczeblu przedsiębiorstwa działania finansowe wspomagają i uruchamiają procesy realne. Każda decyzja realna ma swoje przełożenie na procesy finansowe i odwrotnie. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa powinno tworzyć obecne i przyszłe warunki dla skutecznej i efektywnej jego działalności oraz poprawy jego zdolności konkurencyjnej. Decyzje inwestycyjne czy też decyzje dotyczące finansowania składników majątkowych będą skutkowały przewidywanymi (oczekiwanymi) przepływami finansowymi (pieniężnymi) oraz poziomem ryzyka ich realizacji, a tym samym – będą wywierały wpływ na poziom wartości firmy i stopień realizacji interesów właścicieli oraz interesariuszy. Zarządzanie finansami tworzy przyszłe warunki finansowania działalności przedsiębiorstwa. Kształtuje bowiem zarówno aktywa firmy, jak i sposób oraz źródła ich finansowania. Decyzje dotyczące aktywów firmy (decyzje inwestycyjne), a także decyzje dotyczące pasywów firmy (decyzje finansowania) wywołują określone przepływy pieniężne oraz określony poziom ryzyka ich osiągnięcia².

Uwzględniając duże znaczenie sfery finansowej oraz procesów finansowych zachodzących w przedsiębiorstwie, wydaje się ważne zaprezentowanie bogactwa

¹ P. Karpuś, *Wprowadzenie do zarządzania finansami*, [w:] *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, pod red. P. Karpuś, Wyd UMCS, Lublin 2006, s. 13.

² Ibidem, s. 16.

zagadnień związanych z tym obszarem funkcjonowania przedsiębiorstwa. Stąd też istniejące wciąż potrzeby w zakresie poznawania zagadnień finansowych oraz dążenie do pozyskania kompletnej wiedzy w tym zakresie doprowadziły do powstania niniejszej książki.

Przedkładane Czytelnikom opracowanie ma na celu przekazać wiedzę z zakresu finansów przedsiębiorstwa z punktu widzenia strategicznych decyzji wspierających realizację strategii działania oraz determinujących osiągnięcie przewagi konkurencyjnej podmiotów gospodarczych. Opracowanie jest szczególnie przeznaczone dla studentów i praktyków zajmujących się zagadnieniami finansowymi w podmiotach gospodarczych.

Przyjętym celom odpowiada struktura pracy zawierająca trzy obszary tematyczne: wprowadzenie do zagadnień finansowych wspierających osiągnięcie celów oraz realizację strategii, charakterystykę przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym oraz rozwój przedsiębiorstwa drogą rozwoju zewnętrznego. Przedstawiane zagadnienia nie ograniczają się do prezentacji teoretycznych aspektów finansów przedsiębiorstwa, ale też zawierają studia przypadków, będące egemplifikacją rozważań teoretycznych.

Część pierwsza zawiera trzy opracowania, z których pierwsze stanowi prezentację podstawowych zagadnień finansowych oraz ich znaczenia z punktu widzenia definiowania celów oraz strategii osiągania tych celów. Opracowanie prezentuje zasady opracowywania strategii finansowej oraz obszary (zarządzanie aktywami trwałymi, płynnością oraz finansowanie) i strategię cząstkowe wspierające realizację strategii finansowej oraz ogólnej przedsiębiorstwa.

Drugie opracowanie w części pierwszej szczegółowo charakteryzuje jeden z obszarów finansowych, jakim jest zarządzanie obciążeniami podatkowymi. Autorka tej części prezentuje szeroki zakres możliwych do wykorzystania strategii podatkowych, między innymi takich, jak wybór miejsca prowadzenia działalności gospodarczej, wybór formy organizacyjno-prawnej, wybór roku podatkowego. Całość omówionych zagadnień teoretycznych została wzbogacona o dwa studia przypadku zastosowania strategii podatkowych.

Opracowanie trzecie w części pierwszej odnosi się do zagadnień dotyczących restrukturyzacji jako metody przywracania przewagi konkurencyjnej. Autor w pierwszej kolejności wprowadza Czytelnika w podstawowe zagadnienia restrukturyzacji, by w następnej kolejności zaprezentować przebieg procesu restrukturyzacji oraz obszary restrukturyzacji. Całość zagadnień uzupełnia studium przypadku firmy, która w swoim funkcjonowaniu wykorzystywała szereg technik i metod restrukturyzacji, począwszy od prywatyzacji w trybie leasingu pracowniczego, poprzez wtórną prywatyzację (pozyskanie inwestora branżowego), wprowadzenie do obrotu publicznego na GPW, zakończoną sukcesem

upadłość w związku z realizacją układu z wierzycielami, pozyskanie inwestora finansowego oraz połączenie z innym podmiotem.

Część druga prezentuje powiązania przedsiębiorstwa z rynkiem finansowym. Pierwsze z opracowań w tej części prezentuje ogólną charakterystykę rynku kapitałowego oraz związków między przedsiębiorstwem a rynkiem kapitałowym. Autorka prezentuje również możliwości pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo z uwzględnieniem zarówno rynku podstawowego, jak i regulowanego GPW, alternatywnego systemu obrotu NewConnect oraz Catalyst.

Drugie opracowanie części drugiej zawiera omówienie podstawowych czynników, jakie firma winna uwzględnić, decydując się na IPO w procesie kształtowania ceny. Autorka szczegółowo omawia czynniki fundamentalne determinujące cenę, jednak prezentuje także czynniki rynkowe oraz behawioralne.

Trzecie opracowanie części drugiej zawiera charakterystykę polityki dywidend. Autor prezentuje podstawowe zagadnienia dotyczące dywidend, jednak najbardziej wartościowym elementem pracy jest dokonana analiza empiryczna odnosząca się do statystyk wypłat dywidend na GPW. Analiza ma charakter przekrojowy, bowiem prezentuje ujęcie branżowe, ale też autor dokonuje porównania międzynarodowego i prezentuje podstawowe charakterystyki wypłat dywidend dla okresu lat 2001–2011.

Część trzecia odnosi się do zagadnień rozwoju zewnętrznego przedsiębiorstwa. Opracowanie pierwsze tej części prezentuje podstawowe zagadnienia dotyczące fuzji i przejęć, istotę, motywy ich realizacji, sposoby finansowania. Ciekawym elementem tego opracowania jest studium przypadku analizujące przebieg, skutki oraz konsekwencje dokonanego połączenia przedsiębiorstw z branży budowlanej.

Drugie z opracowań części trzeciej odnosi się do jednego z etapów procesu fuzji i przejęć, jakim jest badanie *due diligence*. Autorka w swoim opracowaniu prezentuje istotę, etapy oraz uczestników tego badania. Szczegółowo omawia również obszary, które winny zostać objęte analizą *due diligence*. Szczególnym elementem tego opracowania jest studium przypadku, które dobitnie pokazuje zasadność przeprowadzenia analizy *due diligence*.

Ostatnie opracowanie tej części prezentuje zagadnienia konkurencji w procesie fuzji i przejęć. Autorka wskazuje, że z jednej strony fuzje i przejęcia stanowią drogę osiągnięcia przewagi konkurencyjnej, ale z drugiej strony mogą też stanowić zagrożenie dla innych uczestników rynku (konkurentów i konsumentów). Autorka uważa, że konieczne stają się procesy monitorowania i kontroli procesów fuzji i przejęć zagrażających sytuacji innych podmiotów gospodarczych oraz konsumentów. Ciekawym elementem opracowania jest charakterystyka procesu fuzji i przejęcia oraz działań organu kontrolnego (UOKiK) w celu zapobieżenia monopolizacji rynku.

Część A

Finansowe aspekty decyzji strategicznych w zarządzaniu przedsiębiorstwem

Strategie finansowe przedsiębiorstw

Małgorzata Dyl

1. Zarządzanie finansami przedsiębiorstw we współczesnych warunkach rynkowych

1.1. Wpływ podejmowanych w przedsiębiorstwie decyzji na proces zarządzania finansami

Zachodzące w gospodarce rynkowej procesy ekonomiczne pozostają pod pośrednim lub bezpośrednim wpływem pieniądza. Pieniądz determinuje zatem funkcjonowanie przedsiębiorstw na każdym etapie istnienia. Z wydatkowaniem środków pieniężnych wiąże się założenie firmy, możliwość rozwoju, jak i ewentualne bankructwo. Pieniężny wymiar ma także cel, jaki przedsiębiorstwo chce osiągnąć³.

Finanse są rozumiane jako ogół zjawisk ekonomicznych związanych z gromadzeniem i podziałem środków pieniężnych. Ale też finanse są rozumiane jako stosunki ekonomiczne, które wynikają z ruchu pieniądza, jego pozyskiwania i wydatkowania⁴. Zarządzanie finansami przedsiębiorstw opiera się na pozyskiwaniu kapitałów oraz lokowaniu ich w składnikach majątkowych w taki sposób, by możliwa była realizacja strategicznego celu przedsiębiorstwa⁵.

Finanse firmy rozpatruje się w kilku różnych aspektach. Aspekt funkcjonalny wiąże się z kierunkiem przepływu pieniądza, pojawiają się więc procesy jego pozyskiwania i wykorzystywania. Zjawiska finansowe można podzielić także na

³ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 13.

⁴ M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, Przedsiębiorstwo specjalistyczne Absolwent, Łódź 1998, s. 11.

⁵ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2002, s. 13.

te, które zachodzą wewnątrz firmy, oraz na takie, które są związane z całą gospodarką, nie tylko w obrębie kraju, ale również w wymiarze międzynarodowym. W aspekcie podmiotowym finanse firmy przedstawia się z punktu widzenia podmiotowej i organizacyjnej struktury zarządzania procesami gromadzenia i wydatkowania pieniądza. Natomiast w aspekcie przedmiotowym zjawiska ekonomiczne przydziela się do różnych wyodrębnionych sfer działalności, np. działalności bieżącej lub rozwojowej⁶.

Finanse przedsiębiorstw opierają się na trzech głównych zasadach: inwestowania, finansowania i dywidendy. Zasada inwestowania opiera się na regule, iż firma powinna inwestować w aktywa tylko w sytuacji, gdy oczekiwana stopa zwrotu przewyższa minimalną akceptowaną stopę zwrotu. Zgodnie z drugą zasadą, proporcje długu i kapitału własnego, finansujące inwestycję, powinny wpływać na maksymalizację wartości tego przedsięwzięcia. Zasada dywidendy opiera się natomiast na założeniu, że firma powinna zwrócić właścicielom wszystkie generowane nadwyżki gotówki, jeżeli nie może znaleźć inwestycji o przynajmniej minimalnej stopie zwrotu⁷.

Proces zarządzania finansami pociąga za sobą konieczność podejmowania decyzji dotyczących zarówno pozyskiwania środków pieniężnych, jak i ich wydatkowania. Przedsiębiorstwo prowadzi zatem dwa rodzaje działalności: inwestycyjną i finansową. W działalności inwestycyjnej podejmuje się decyzje o zakupie rzeczowych środków trwałych, wartości niematerialnych i prawnych oraz aktywów finansowych. Są to takie decyzje, w wyniku których kształtowana jest przede wszystkim wielkość i struktura aktywów niezbędnych do prowadzenia działalności gospodarczej. Decyzje inwestycyjne związane są więc z procesem wydatkowania środków pieniężnych. Natomiast na pozyskiwaniu kapitału oparte są decyzje podejmowane w ramach działalności finansowej. Gromadzony kapitał pozwala na sfinansowanie działalności operacyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstwa⁸.

Obie grupy decyzji są od siebie ściśle uzależnione. Przedsiębiorstwo nie może podjąć decyzji inwestycyjnej dotyczącej zakupu nowego środka trwałego bez określenia możliwości i warunków jego sfinansowania. Ponadto, przedsiębiorstwo porównuje uzyskane z inwestycji efekty z kosztem pozyskanego na jej przeprowadzenie kapitału. Oznacza to istnienie między decyzjami finansowymi

⁶ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 13.

⁷ A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007, s. 38–44.

⁸ A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 18.

i inwestycyjnymi pewnych zależności. A co więcej, decyzje finansowe weryfikują podjęcie decyzji inwestycyjnych⁹.

Obok decyzji finansowych i inwestycyjnych przedsiębiorstwa podejmują decyzje operacyjne i dywidendowe. Pierwsze z nich dotyczą bieżącej działalności gospodarczej, a więc określenia programu sprzedaży, produkcji, ustalenia sposobu spłaty zobowiązań czy zaplanowania poziomu rentowności sprzedaży. Natomiast do grupy decyzji dywidendowych zalicza się decyzje właścicieli dotyczące podziału zysku na dywidendy oraz na część, która zostanie zainwestowana w firmie¹⁰.

Podejmowane w przedsiębiorstwie decyzje są uzależnione od warunków, w jakich firma prowadzi swoją działalność. Na zewnętrzne warunki funkcjonowania największy wpływ ma państwo, gdyż to ono realizuje politykę gospodarczą i ustala takie parametry, jak: stopa procentowa, kursy walut, podatki, cła, ceny urzędowe itp. Poza państwem, przedsiębiorstwo w procesie zarządzania finansami powinno uwzględniać działalność innych przedsiębiorstw i warunki panujące na rynkach finansowych. Na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie rynek finansowy wpływa w dwojaki sposób. Po pierwsze, poprzez dostępność źródeł finansowania, a po drugie, jako punkt odniesienia do oceny podejmowanych przez przedsiębiorstwo przedsięwzięć¹¹.

Istnieją podstawowe zasady, jakimi kierują się przedsiębiorcy i inwestorzy przy podejmowaniu decyzji. Do zasad tych należą: zasada egoizmu, awersji do ryzyka, dywersyfikacji, dwustronności transakcji, przyrostu zysków, sygnałów, efektywnego rynku, wartości pomysłów, wyboru, behawioralna oraz zasada czas to pieniądz¹².

Oprócz wymienionych zasad podjęcie decyzji finansowej opiera się na przeprowadzanych przez firmę rachunkach i wyliczeniach. Aby decyzja była właściwa, powinna być poprzedzona poprawnymi i starannymi rachunkami finansowymi. Każdy znaczący błąd może spowodować utratę sporej części kapitału, a nawet doprowadzić do bankructwa przedsiębiorstwa. Nie można jednak jednoznacznie określić konsekwencji dokonywanych wyborów, gdyż decyzje podejmowane w warunkach niepewności są obarczone ryzykiem. Ponadto, kierownictwo firmy przy podejmowaniu decyzji powinno pamiętać, że wszelkie dokonywane w przedsiębiorstwie działania służą osiągnięciu przez nie podstawowego celu. Stąd

⁹ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 15.

¹⁰ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003, s. 17–18.

¹¹ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 15.

¹² A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, op. cit., s. 21–25.

też rzeczą niezmiernie ważną jest wybór właściwego celu finansowego i sukcesywne oraz ciągle jego realizowanie w przedsiębiorstwie¹³.

1.2. Cel finansowy przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwo funkcjonujące w gospodarce rynkowej dąży do osiągnięcia określonego celu. W podejściu tradycyjnym rolę tę spełniał zysk oraz takie wskaźniki, jak rentowność czy płynność. Obecnie jednak najczęściej za główne cele zarządzania przedsiębiorstwem uznaje się wzrost wartości firmy, osiągnięcie pozycji lidera na rynku i podnoszenie konkurencyjności¹⁴.

Odrzucenie kategorii zysku jako głównego celu działalności skłoniło przedsiębiorstwa do poszukiwania sprawniejszych mierników. Powstała więc koncepcja trójkąta celów, która obejmuje rentowność, płynność i pewność oznaczającą bieżące oraz przyszłe zdolności konkurencyjne. Rentowność to zdolność do generowania zysku księgowego. Nie może ona spełniać samodzielnie roli miernika realizacji celu, gdyż pewne działania przyczyniają się do wzrostu rentowności i jednocześnie spadku płynności, przez co przedsiębiorstwo staje się niewypłacalne. Zmniejszanie kosztów bieżących, np. na badanie i rozwój, także pozwala na wzrost rentowności, ale ogranicza przy tym przyszłą zdolność konkurencyjną. Stąd też obok rentowności przedsiębiorstwo dąży do utrzymania płynności na optymalnym poziomie i realizacji skutecznej strategii konkurencyjnej¹⁵.

We współczesnych uwarunkowaniach coraz częściej podstawowym celem działalności staje się wzrost wartości przedsiębiorstwa, gdyż pozwala na dokonanie jednoznacznej oceny wszystkich rozważanych wariantów działań, także takich, które są obarczone ryzykiem i odnoszą się do długiego okresu czasu. Gdy dane działanie jest efektywne, czyli prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, należy je podjąć. W odmiernej sytuacji rozpatrywany wariant działania powinien zostać odrzucony. Rynkowa wartość przedsiębiorstwa kształtuje się więc jako wypadkowa decyzji podejmowanych na rynku kapitałowym przez różne osoby uwzględniające ryzyko¹⁶.

Wartość przedsiębiorstwa można zdefiniować jako sumę wartości materialnych i niematerialnych, stanowiących zorganizowane funkcjonalnie w jedną

¹³ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 15–16.

¹⁴ *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, pod red. P. Karpusia, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2006, s. 34.

¹⁵ Ibidem, s. 33.

¹⁶ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 17.

całość składniki przedsiębiorstwa, pomniejszoną o zobowiązania. Składniki materialne tworzą rzeczową substancję przedsiębiorstwa i są to zawsze elementy majątkowe. Natomiast składniki niematerialne umożliwiają generowanie zysków i mogą mieć charakter zarówno majątkowy, jak i niemajątkowy. Konsekwencją takiego ujęcia jest rozumienie wartości przedsiębiorstwa jako sumy wartości netto jego składników majątkowych i wartości składników niemajątkowych¹⁷.

Na wartość przedsiębiorstwa składają się zatem dwa elementy. Pierwszym z nich jest wartość rynkowa aktywów rzeczowych pomniejszona o zobowiązania. Tworzą ją składniki majątkowe. Natomiast składniki niemajątkowe generują drugi element wartości przedsiębiorstwa, jakim jest wartość firmy. Przedsiębiorstwo ma dość niewielki wpływ na wartość majątkową swoich aktywów, gdyż jest ona kreowana przez otoczenie. Aktywne kształtowanie wartości przedsiębiorstwa może być więc realizowane tylko poprzez czynniki wpływające na wartość firmy¹⁸.

Wartość przedsiębiorstwa jest możliwa do ustalenia za pomocą wielu metod dochodowych, majątkowych bądź mieszanych. Do najczęściej stosowanych metod wyceny należą: metoda DCF (zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych), metoda zdyskontowanych strumieni ekonomicznej wartości dodanej i metoda bazująca na wartości dodanej dla akcjonariuszy. Natomiast najważniejszymi miernikami wykorzystywanymi w mierzeniu wartości przedsiębiorstwa są: EVA – ekonomiczna wartość dodana i SVA – wartość dodana dla akcjonariuszy¹⁹.

Ekonomiczna wartość dodana²⁰ służy do oceny bieżących efektów zarządzania wartością. Określenie ich polega na spostrzeżeniu faktu, iż źródłem kreowania dodatkowej wartości przedsiębiorstwa jest rentowność operacyjna zainwestowanego kapitału, przekraczająca jego całkowity koszt. EVA mówi więc o tym, czy przedsiębiorstwo powiększa wartość dla akcjonariuszy poprzez tworzenie nowego kapitału i majątku, czy marnotrawi go. Ekonomiczną wartość dodaną można obliczyć za pomocą wzoru (1.1)²¹.

$$EVA_t = EBIT_t \cdot (1 - T) - K_{t-1} \cdot WACC_t \quad (1.1)$$

¹⁷ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 13.

¹⁸ Ibidem, s. 16–17.

¹⁹ *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, op. cit., s. 34.

²⁰ Inaczej nazywana jest zyskiem ekonomicznym lub dochodem rezydualnym.

²¹ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 66.

gdzie:

- K – kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie,
 T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych,
 EBIT – zysk operacyjny przed opodatkowaniem i spłatą odsetek,
 WACC²² – średnioważony koszt kapitału.

Drugim ze wspomnianych mierników jest SVA, czyli wartość dodana dla akcjonariuszy. Kategoria ta pokazuje efekty prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności z punktu widzenia interesów akcjonariuszy. Można je wyznaczyć na podstawie zdyskontowanych prognozowanych przepływów pieniężnych²³.

Mierniki te służą do oceny bieżących efektów. Natomiast w horyzoncie długookresowym zewnętrzną miarą wykreowanej wartości przedsiębiorstwa oraz efektów działań podejmowanych w sferze zarządzania jest rynkowa wartość dodana MVA. Można ją interpretować jako nadwyżkę wartości rynkowej przedsiębiorstwa nad wartością zainwestowanego kapitału. Rzeczywista wartość przedsiębiorstwa zostaje zweryfikowana przez inwestorów na rynku kapitałowym na podstawie oceny jego możliwości rozwojowych. Oszacowanie rynkowej wartości dodanej przeprowadzić można za pomocą wzoru (1.2)²⁴.

$$MVA = p \cdot N - K_E \quad (1.2)$$

gdzie:

- N – liczba wyemitowanych akcji,
 p – bieżący kurs tych akcji,
 K_E – skorygowana wartość księgową kapitału własnego.

MVA rośnie zatem w sytuacji, gdy wzrasta wartość rynkowa przedsiębiorstwa bądź w sytuacji spadku skorygowanej wartości księgowej kapitału własnego. Miernik ten może przyjmować wartości większe od zera (co oznacza zyski dla akcjonariuszy, gdyż wówczas przedsiębiorstwo generuje dodatkową wartość z zainwestowanego kapitału), bądź mniejsze od zera (oznacza straty z inwestycji w akcje danego przedsiębiorstwa i informuje o tym, że firma nie kreuje dodatkowej wartości). Przyczyną ujemnej MVA mogą być przejściowe zjawiska kryzysowe

²² Średni ważony koszt kapitału oblicza się następująco: $WACC = RE \frac{E}{E-D} + RD \frac{D}{E-D}$

gdzie: E – wartość kapitału własnego, D – wartość kapitału dłużnego, RE – koszt kapitału własnego, RD – koszt kapitału dłużnego – na podstawie: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, op. cit., s. 37.

²³ Ibidem, s. 38.

²⁴ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 62.

w przedsiębiorstwie, branży lub całej gospodarce. Innym powodem jest pojawienie się istotnych zmian w otoczeniu przedsiębiorstwa, które ograniczają jego perspektywy rozwojowe, a także brak orientacji zarządu na realizację koncepcji zarządzania wartością. Oprócz wymienionych przyczyn, na spadek MVA duży wpływ mają nadzwyczajne zdarzenia losowe i dekonstrukcja na rynkach obsługiwanych przez przedsiębiorstwo. Omówione parametry są podstawowym narzędziem, jakie wykorzystuje kierownictwo przedsiębiorstwa w procesie zarządzania wartością²⁵.

1.3. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa stała się najlepszym wszechstronnym miernikiem skuteczności działania kierownictwa danego podmiotu gospodarczego. Stąd też pojawiła się nowa koncepcja zarządzania przedsiębiorstwem, a mianowicie zarządzanie przez wartość. Polega ono na podejmowaniu strategicznych i operacyjnych decyzji o charakterze inwestycyjnym, organizacyjnym, jak i finansowym, które przyczyniają się do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa²⁶.

Inaczej, zarządzanie przez wartość można określić jako swoistą odmianę zarządzania strategicznego, gdzie nadrzędnym celem strategicznym jest wzrost wartości przedsiębiorstwa. Ważną cechą koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest maksymalizowanie wszystkich przyszłych dochodów oraz minimalizowanie kosztu kapitału, a co więcej zagwarantowanie, że wszelkie wygenerowane i przynależne właścicielom dochody zostaną im faktycznie przekazane²⁷.

Aby skutecznie zarządzać wartością w danym przedsiębiorstwie, należy zidentyfikować czynniki, które wpływają na jej przyrost. Czynniki te nazywa się generatorami wartości. Przedsiębiorstwo, które posiada dużą znajomość generatorów wartości i zależności między nimi, jest w stanie zarządzać zasobami siły roboczej, majątku oraz kapitału w sposób umożliwiający wygranie walki konkurencyjnej na rynku w dłuższym okresie czasu. Oprócz tego, dzięki analizie czynników wpływających na wartość, przedsiębiorstwo ma możliwość określenia obszarów potencjalnego rozwoju oraz obszarów, które mają negatywny wpływ na wartość firmy²⁸.

Generatorami wartości mogą być tylko te czynniki, które wpływają na strumień przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie. Stąd też kreowanie wartości

²⁵ Ibidem, s. 64.

²⁶ Ibidem, s. 42–43.

²⁷ M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 23–24.

²⁸ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 49.

przedsiębiorstwa odbywa się za pomocą bieżących decyzji operacyjnych. Dotyczą one obniżki kosztów produkcji, poprawy organizacji pracy, wzrostu jakości produkcji, skrócenia cyklu konwersji gotówki, poprawy produktywności, czy też lepszego wykorzystania majątku produkcyjnego. Każda z tych decyzji powinna prowadzić do wzrostu zysku operacyjnego. Istotnym elementem jest również kapitał ludzki. Silna pozycja konkurencyjna może być zdobyta i utrzymana w sytuacji, gdy w przedsiębiorstwie pracują osoby trwale związane z firmą i jej misją, charakteryzujące się umiejętnością współpracy, kreatywnością, kompetencjami i kwalifikacjami. Ponadto istnienie w przedsiębiorstwie odpowiedniego systemu stosunków pomiędzy pracodawcą a jego pracownikami przyczynia się do wzrostu wartości. Posiadanie przez firmę marki produktu także prowadzi do zwiększania strumieni pieniężnych m.in. dzięki temu, iż promocja nowego produktu jest efektywniejsza, jeśli marka jest już znana. Marka dostarcza także większych zysków, gdyż umożliwia zastosowanie wyższych cen przy jednoczesnym obniżeniu kosztów promocji, co więcej, dobra marka ma większą siłę przetargową w pozyskiwaniu kanałów dystrybucji²⁹.

Generatory wartości można zatem podzielić, biorąc pod uwagę obszar, w jakim występują. Będą to nośniki wartości³⁰:

- operacyjne – należą do nich m.in. stopa podatku dochodowego, stopa wzrostu przychodów netto ze sprzedaży,
- inwestycyjne – są to inwestycje w aktywa trwałe oraz w kapitał obrotowy netto,
- finansowe – zalicza się do nich koszt i strukturę kapitału,
- ogólne – zawierają strategiczny okres wzrostu oraz możliwości kreowania wartości.

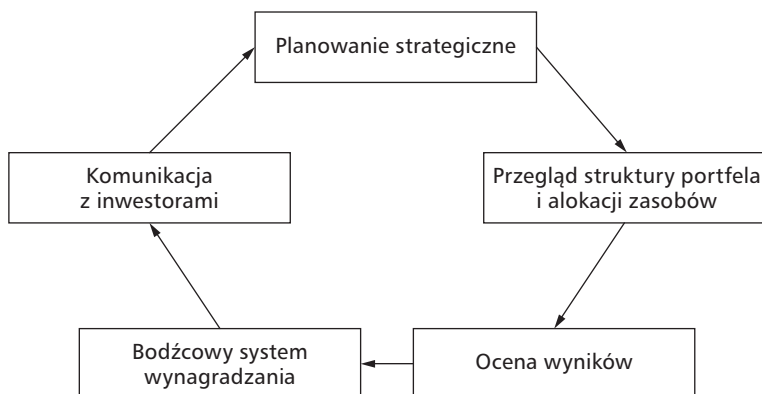
Koncepcja zarządzania przez wartość wymaga ciągłego dokonywania zmian. Są one wywołane zmianami zachodzącymi w otoczeniu, jak i zmianami wynikającymi z wszechstronnej analizy działalności operacyjnej realizowanej z punktu widzenia zarządzania wartością. Konieczność dokonywania zmian związana jest z pojawianiem się nowych technologii oraz zmian w preferencjach konsumentów. Z faktu tego wynika konieczność przeprowadzania zmian w strategii działania. Przedsiębiorstwa coraz częściej odchodzą od strategii wzrostu sprzedaży, orientacji na produkt oraz udziałów w rynku, a przechodzą do strategii wzrostu wartości firmy, orientacji na klienta i jego priorytety, jak i udziałów w migracji wartości. Oprócz tego w przedsiębiorstwie coraz mniejsze znaczenie mają mierniki oparte

²⁹ Ibidem, s. 50–51.

³⁰ P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 51.

na zysku, a ich rolę przejmują mierniki związane z wartością dodaną i przepływami gotówkowymi³¹.

Po wprowadzeniu zmian w przedsiębiorstwie następuje proces ciągłego tworzenia wartości. Może być on przedstawiony w postaci cyklu zarządzania wartością, na który składa się kilka elementów widocznych na rysunku 1. Po pierwsze, firma wybiera i ocenia strategię działania kreującą wartość. Po drugie, stara się zagospodarować i wykorzystać wszystkie dostępne aktywa na rzecz tworzenia wartości. W dalszej kolejności następuje ocena wyników i sporządzanie systemów wynagradzania. Opracowuje się je pod kątem przyrostu wartości i długoterminowych charakterystyk zarządzania wartością. Ostatnim elementem cyklu jest komunikacja przedsiębiorstwa z akcjonariuszami i innymi inwestorami³².



Rysunek 1. Cykl zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 54.

Aby skutecznie realizować w przedsiębiorstwie proces zarządzania przez wartość, niezbędne jest zdefiniowanie konkretnych celów częściowych, których to realizacja umożliwi osiągnięcie podstawowego celu³³.

1.4. Częstkowe cele finansowe przedsiębiorstw

Polityka finansowa jest definiowana jako celowe oddziaływanie władz przedsiębiorstwa na tworzenie właściwych zależności i proporcji pomiędzy strumieniami

³¹ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 54.

³² Ibidem, s. 54–55.

³³ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 14.

finansowymi oraz między składnikami majątku i źródłami jego sfinansowania, co umożliwia realizację określonych celów finansowych. Polityka finansowa zajmuje się zatem formułowaniem celów finansowych, a także doбором instrumentów i narzędzi odpowiednich do realizacji tych celów. Tak więc konstrukcja polityki finansowej uzależniona jest od wybranego głównego celu finansowego przedsiębiorstwa, którym może być maksymalizacja zysku, bądź wartości przedsiębiorstwa. Umożliwia to wyróżnienie polityki finansowej nastawionej na zysk i polityki ukierunkowanej na wzrost wartości przedsiębiorstwa³⁴.

Polityka finansowa nastawiona na zysk zmierza do powiększania osiąganey przez przedsiębiorstwo rentowności w wyniku kształtowania odpowiedniej dla niego relacji między zyskiem a takimi kategoriami, jak: przychody, koszty i kapitał. Dlatego też głównymi obszarami zarządzania finansami w tradycyjnym przedsiębiorstwie są³⁵:

- zarządzanie rentownością sprzedaży (tj. relacją zysku netto do sprzedaży ogółem), pozwala na podnoszenie rentowności kapitału własnego poprzez obniżanie kosztów stałych i zmiennych, jak i płaconych podatków;
- zarządzanie sprawnością aktywów (tj. relacją sprzedaży netto do poziomu aktywów ogółem), podstawowym działaniem w tym obszarze jest optymalizacja poziomu i struktury aktywów trwałych i obrotowych w zależności od przeprowadzanej strategii sprzedaży;
- zarządzanie strukturą kapitału (tj. stosunkiem kapitału ogółem do kapitału własnego), umożliwia wzrost rentowności kapitału własnego w wyniku zwiększania dźwigni finansowej.

Współczesne przedsiębiorstwa coraz częściej za podstawowy miernik realizacji celów przyjmują wartość przedsiębiorstwa, gdyż jest mniej podatna na manipulacje niż zysk i skuteczniej motywuje do efektywnego gospodarowania. Oznacza to, że przedsiębiorstwo dąży do wzrostu wartości firmy, który niesie ze sobą korzyści zarówno dla właścicieli, jak i dla pozostałych interesariuszy³⁶.

Wybór celu, jakim jest wzrost wartości firmy, wymaga określenia innych, niż w przypadku zysku, obszarów zarządzania finansami. Na zdefiniowanie ich, uchwycenie wzajemnych powiązań i oddziaływania pozwala przeprowadzenie w przedsiębiorstwie dekompozycji wartości. Dekompozycja wartości daje

³⁴ *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, op. cit., s. 41.

³⁵ *Ibidem*, s. 44–45.

³⁶ Przedsiębiorstwo maksymalizując wartość dla właścicieli, to także w większym lub mniejszym stopniu realizuje cele innych grup interesów, do których należą m.in. kierownictwo firmy, pracownicy, klienci, dostawcy, odbiorcy, pożyczkodawcy, społeczność lokalna, konkurenci i państwo. Na podstawie: A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, op. cit., s. 18. oraz *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, op. cit., s. 44.

możliwość zidentyfikowania również czynników kształtujących wartość firmy, zebrania ich w grupy i przypisania do odpowiednich obszarów decyzyjnych³⁷.

W przedsiębiorstwie nastawionym na wzrost wartości dla właścicieli do obszarów zarządzania zalicza się³⁸:

- zarządzanie inwestycjami,
- zarządzanie majątkiem (trwałym i obrotowym),
- zarządzanie procesami (kosztami, przychodami),
- zarządzanie strukturą kapitału,
- zarządzanie ryzykiem,
- zarządzanie podatkami.

Dekompozycja wartości jest modelem, który ułatwia wybór właściwych dla realizowanej przez przedsiębiorstwo strategii czynników, a przez to prowadzi do wzrostu ich efektywności. Dzięki temu zarządzający mogą wskazać, które aktywa są zbędne w przedsiębiorstwie i należy je upłynnić, a o które brakujące składniki majątku należy przedsiębiorstwo wzbogacić³⁹.

Wyprowadzone z modelu dekompozycji wartości obszary zarządzania finansami powinny zostać włączone w proces realizacji strategii przedsiębiorstwa. Każdemu obszarowi przypisane zostają określone cele i narzędzia do ich osiągnięcia. Cele te stają się celami częściowymi, dlatego też nieosiągnięcie któregoś z nich zmniejsza realizację wyznaczonego celu głównego⁴⁰. Przykład dekompozycji wartości przedstawia rysunek 2.

Zarządzający przedsiębiorstwem dążą w obszarze zarządzania majątkiem trwałym do dostosowania poziomu, struktury i parametrów technicznych do realizowanej strategii oraz do wykorzystywania majątku trwałego w sposób jak najbardziej efektywny. Ważnym celem w tym obszarze jest również tworzenie przewagi konkurencyjnej. Realizacja tych celów odbywa się, dzięki zastosowaniu metod oceny efektywności projektów gospodarczych, poprzez działalność inwestycyjną, przejęcia i fuzje oraz badanie oceny zgodności aktywów trwałych z przyjętą strategią ogólną⁴¹.

Głównym zadaniem zarządzania majątkiem obrotowym jest dostosowanie elementów majątku obrotowego do poziomu, struktury i parametrów technicznych

³⁷ P. Karpuś, *Obszary zarządzania finansami w przedsiębiorstwie zorientowanym na wartość*, [w:] *Rynek finansowy – szanse i zagrożenia rozwoju*, Tom II, pod red. P. Karpusia, J. Węclawskiego, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2005, s. 14.

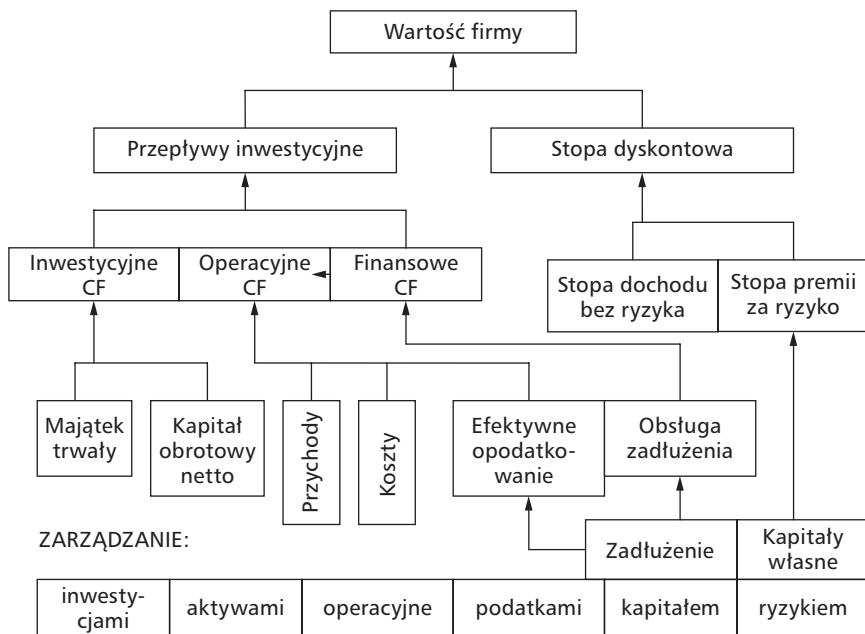
³⁸ *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, op. cit., s. 47.

³⁹ Ibidem.

⁴⁰ P. Karpuś, *Obszary zarządzania finansami w przedsiębiorstwie zorientowanym na wartość*, op. cit., s. 14–15.

⁴¹ Ibidem, s. 15.

majątku trwałego oraz do strategii, jak i wzrost efektywnego wykorzystania składników majątkowych. W tym obszarze powinna zostać zapewniona płynność i optymalna relacja między kosztami a efektami utrzymywania i finansowania majątku obrotowego. Narzędziami wykorzystywanymi do osiągnięcia wspomnianych celów są: metody służące do optymalizacji poziomu składników majątku obrotowego, metody oceny i zapewnienia płynności oraz metody oceny wiarygodności kontrahentów⁴².



Rysunek 2. Powiązanie dekompozycji wartości z obszarami zarządzania finansami

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: P. Karpuś, *Obszary zarządzania finansami w przedsiębiorstwie zorientowanym na wartość*, op. cit., s. 15, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, op. cit., s. 48.

Kolejnym obszarem w przedsiębiorstwie ukierunkowanym na wzrost wartości jest zarządzanie strukturą kapitału. Kapitał powinien być utrzymany na takim poziomie, by pozwalał na sfinansowanie aktywów. Drugim celem jest kształtowanie struktury kapitału minimalizującej jego koszt i zapewniającej optymalną relację pomiędzy kosztem kapitału a ryzykiem finansowym⁴³.

⁴² Ibidem, s. 16.

⁴³ Wybór optymalnej relacji jest utrudnione faktem, iż wzrost kapitału obcego w strukturze kapitału powoduje spadek kosztu kapitału, ale też przyczynia się do wzrostu ryzyka finansowego. Natomiast, gdy rośnie udział kapitału własnego, spada ryzyko finansowe, ale wzrasta koszt kapitału.

Osiągnięcie zamierzonych celów pozwala na powiększanie bogactwa właścicieli i wymaga podjęcia decyzji dotyczącej przeznaczenia wygospodarowanego zysku. Niezbędnymi narzędziami wykorzystywanymi w tym obszarze są metody wyceny kosztu poszczególnych źródeł finansowania i metody oceny polityki dywidend. Ponadto przedsiębiorstwa stosują przy kształtowaniu struktury kapitału metody oceny zależności pomiędzy ryzykiem operacyjnym a ryzykiem finansowym⁴⁴.

W zarządzaniu procesami, a w głównej mierze przychodami i kosztami, podstawowym celem jest maksymalizacja przychodów ze sprzedaży, która pociąga za sobą wzrost udziału w rynku i utrzymanie klientów. Źródłami przychodów może być także wchodzenie na przyległe rynki oraz rozwój nowych dziedzin działalności. W obszarze kosztów głównymi zadaniami zarządzających jest ocena opłacalności produkcji poszczególnych asortymentów, ocena opłacalności produkcji dla konkretnych grup klientów oraz umiejętność wykorzystania niskich kosztów w walce z konkurentami⁴⁵.

Przedsiębiorstwo zarządzając podatkami, dąży do zmniejszania obciążeń podatkowych i regulowania należnego podatku. Ważnym zadaniem jest również stabilizacja warunków funkcjonowania i generowanie tarczy podatkowej. Realizację tych celów umożliwia zastosowanie w przedsiębiorstwie odpowiedniego systemu amortyzacji i rozliczania strat w czasie. Istotnym narzędziem są także metody wykorzystywania systemu ulg i zwolnień⁴⁶.

Ostatnim z wymienionych obszarów zarządzania finansami w przedsiębiorstwie nastawionym na wartość jest zarządzanie ryzykiem. Przedsiębiorstwo dąży do utrzymania ryzyka na dopuszczalnym poziomie i minimalizacji kosztów związanych z zarządzaniem ryzykiem. W tym celu zarządzający wykorzystują metody identyfikacji i oceny ryzyka, a także metody uwzględniania ryzyka w strategii⁴⁷.

Zarządzanie poszczególnymi obszarami finansów jest ze sobą ściśle powiązane. Ważna jest więc harmonizacja działań w poszczególnych obszarach, gdyż każdy z nich w mniejszym lub większym stopniu wpływa na przebieg budowy i realizacji strategii przedsiębiorstwa, a tym samym oddziałuje na poziom wartości przedsiębiorstwa⁴⁸.

⁴⁴ P. Karpuś, *Obszary zarządzania finansami w przedsiębiorstwie zorientowanym na wartość*, op. cit., s. 17.

⁴⁵ Ibidem, s. 18–19.

⁴⁶ *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, op. cit., s. 54.

⁴⁷ Ibidem, s. 18.

⁴⁸ Ibidem, s. 56.

2. Miejsce i rola strategii finansowych w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstw

2.1. Zasady opracowywania strategii finansowej i jej wpływ na realizację celów przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwa funkcjonując w warunkach niepewności, zmuszone są do poszukiwania narzędzi zmniejszających ryzyko związane z działalnością gospodarczą. Takim narzędziem jest strategia. Umożliwia ona unikanie bądź wyprzedzenie potencjalnych zagrożeń produkcyjnych, technicznych, społecznych i rynkowych⁴⁹.

Słowo strategia wywodzi się z greckiego *stratego*, co oznacza osobę przewodzącą armii i tworzącą koncepcję jej przebiegu, jak i plan zniszczenia wrogów, dzięki wykorzystaniu posiadanych zasobów. Dopiero w początkach XX wieku koncepcję strategii zaczęto przenosić na grunt działań gospodarczych⁵⁰.

Pierwsza definicja strategii została zaproponowana w 1962 roku i wyrażała długoterminowe cele przedsiębiorstwa, a także określała taką alokację zasobów, która jest niezbędna do realizacji przyjętych celów. Cele te natomiast powinny odpowiadać podstawowym kierunkom działania. W latach 80. Michael Porter stworzył pojęcie strategii konkurencji. Charakteryzuje się ona podejmowaniem przez firmę działań zaczepnych lub obronnych, aby utrzymać pozycję na rynku. Efektem tych działań powinno być uzyskanie wyższej stopy zysku dzięki przewyższeniu pięciu sił konkurencji: siły przetargowej konkurentów, siły przetargowej dostawców, groźby nowych wejść, groźby substytucji i rywalizacji między obecnymi konkurentami⁵¹.

Strategia konkurencji doprowadziła do pojawienia się nowych technik zarządzania, takich jak benchmarking⁵², outsourcing, time-based competition⁵³ czy reengineering. Przedsiębiorstwa wprowadzając te narzędzia, błędnie utożsamiały je ze strategią. Zyskiwały przewagę konkurencyjną tylko do czasu, kiedy inne firmy zastosowały te same rozwiązania. W efekcie tych posunięć przedsiębiorstwa

⁴⁹ A. Wawryszuk-Misztal, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Studium empiryczno-teoretyczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007, s. 25.

⁵⁰ G. Gierszewska, *Strategie przedsiębiorstw w dobie globalizacji*, Oficyna Wydawnicza Wyższej Szkoły Handlu i Prawa, Warszawa 2003, s. 18.

⁵¹ A. Wawryszuk-Misztal, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto...*, op. cit., s. 25.

⁵² Benchmarking jest to praktyka polegająca na porównywaniu swoich procesów biznesowych z konkurentami.

⁵³ Time-based competition oznacza konkurowanie pod względem czasu.